

2023年11月28日

## 把握信贷新规律

### ——Q3 央行货币政策报告点评

宏观研究团队

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

**事件：**2023年11月27日央行发布《2023年第三季度中国货币政策执行报告》（后文简称《报告》）。

● **经济：预计5%的增长目标能顺利实现**

全球经济延续复苏态势，但经济增长前景分化，仍面临地缘政治冲突加剧、发达经济体高利率的外溢风险等问题。国内经济回升积极因素增多，5%预计顺利实现，关注转型带来的挑战。国内面临主要问题在于“以债务拉动经济增长的效能降低”，房地产供求关系发生重大变化，土地财政退坡，经济转型的紧迫性上升；发达经济体的高利率可能通过汇率、资本流动、外债等路径对我国产生影响。

● **物价：短期保持低位，2024年有望抬升**

央行认为，物价短期内将保持低位，未来将回归常态水平。《报告》认为，近期我国CPI增速偏低是2022年猪肉价格基数影响，核心CPI、服务CPI同比呈稳定恢复。未来随着内需改善，物价上升动力将提高。中长期看，国内制造业已开始企稳修复，后续中央财政加杠杆空间有望打开，或将提振商品及相关原材料消费需求，提高居民收入增速，带动CPI、PPI回升。

● **货币&信贷政策：加强与财政协同，把握信贷新规律**

货币政策方面，《报告》新增“更加注重做好跨周期和逆周期调节”，且强调“加强货币供应总量和结构双重调节”，“推动金融机构降低实际贷款利率。”或指向货币政策将稳中偏松，降准降息可期。

(1) **货币协同财政，数量工具提供流动性。**在“专栏3”《积极主动加强货币政策与财政政策协同》中，人民银行强调与财政政策的协同发力。一是通过公开市场操作调节财政收支对流动性的影响；二是“准财政”工具助力稳增长。我们在年度策略报告中判断，2024年财政将更加积极，而货币与财政的协同至关重要，为支持地产“三大工程”，有望使用多种货币政策工具保持流动性充裕。

(2) **结构性货币政策亮点：加大对民企支持。**金融助力民营经济25条举措于11月27日发布，强调金融机构要加强对民营企业，尤其是重点领域企业的金融支持力度。扩大信贷和再贷款再贴现投放，拓宽民营融资渠道（如“第二支箭”）、提升融资服务水平等。“专栏4”再次强调了这一主题，将加大货币政策对民营企业小微企业的倾斜。

(3) **强调把握信贷新规律，合理看待总量波动。**新增“准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节”，并表示“要从更长时间的跨周期视角去观察，更为合理把握对‘基本匹配’的理解和认识”。

**何为货币信贷供需规律和新特点？**“专栏2”强调了存量贷款盘活的重要性。要提高存量资金的使用效率，信贷结构需同时做“加减法”。“加法”意味着对于重点领域的信贷支持仍要加强；“减法”意味着地产贷款占比下行、地方融资平台贷款减少、盘活低效基建领域存量信贷、直接融资比例提升对贷款形成一定替代。总体来看，信贷总量的扩张或将有所弱化。或避免2024一季度开门红增量过高影响后续投放动力。

● **汇率：稳汇率强调三个“坚决”**

汇率方面将“必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏”表述调整为“坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置”，指向央行对于汇率预期的管理和引导进一步加强。

● **房地产&金融风险：支持房企融资；加快“三大工程”建设**

地产方面，《报告》强调加快建设城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设“三大工程”。融资端拓宽房企融资渠道、保证对房企的信贷投放。强调金融机构要“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷。”支持房地产企业利用“第二支箭”债权融资、通过资本市场股权融资。**金融风险方面**，央行关注重要银行的监管以及化债，强调统筹协调好金融支持地方融资平台债务风险化解，配合地方政府稳妥化解存量、严格控制增量。

● **风险提示：**经济超预期下行；政策力度不及预期。

#### 相关研究报告

《地产政策从供需两端发力—宏观周报》-2023.11.26

《破浪前行——2024年宏观经济展望—宏观深度报告》-2023.11.24

《内需仍有待提振—宏观周报》-2023.11.19

## 目 录

1、 经济：预计 5% 的增长目标能顺利实现 .....	3
2、 物价：短期保持低位，2024 年物价有望抬升 .....	3
3、 货币&信贷政策：加强与财政协同，把握信贷新规律 .....	3
4、 汇率：稳汇率强调三个“坚决” .....	5
5、 房地产&金融风险：支持房企融资；加快“三大工程”建设 .....	6
6、 风险提示 .....	6

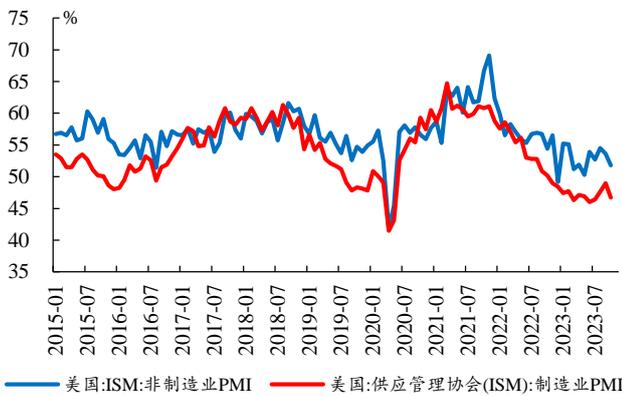
## 图表目录

图 1： 美国制造业 PMI 仍位于荣枯线下 .....	3
图 2： 欧元区 GDP 增速低于疫情前 .....	3
图 3： 国债集中发行对应央行使用逆回购释放流动性 .....	4
图 4： 近三年信贷增量波动加大 .....	5
图 5： 贷款结构发生变化，经营贷占比增加 .....	5
图 6： 近年来信贷与名义经济增速差距增加 .....	5
图 7： 三季度美元兑人民币汇率走高后企稳 .....	6

## 1、经济：预计 5% 的增长目标能顺利实现

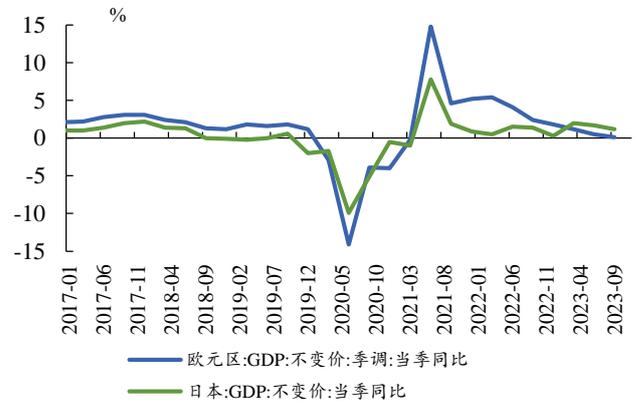
《报告》指出，全球经济延续复苏态势，但经济增长前景分化，仍面临地缘政治冲突加剧、发达经济体高利率的外溢风险等问题。央行指出，经济增长仍未恢复至疫情前水平；尽管美欧等主要经济体已暂停加息，在高利率下通胀压力仍然存在。主权债务风险、金融风险等仍值得关注。国内经济回升积极因素增多，关注转型带来的挑战。国内回升向好的积极因素增多，随着消费、投资、出口继续发力，“预计全年 5% 左右的增长目标能够顺利实现”。主要问题在于“以债务拉动经济增长的效能降低”，房地产供求关系发生重大变化，土地财政退坡，经济转型的紧迫性上升；此外，发达经济体的高利率可能通过汇率、资本流动、外债等路径对我国产生影响。最后，央行强调有力实施宏观调控，推动经济高质量发展的同时，保持合理经济增速。

图1：美国制造业 PMI 仍位于荣枯线下



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：欧元区 GDP 增速低于疫情前



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、物价：短期保持低位，2024 年物价有望抬升

央行认为，物价短期内将保持低位，未来将回归常态水平。《报告》认为，近期我国 CPI 增速偏低是 2022 年猪肉价格基数影响，核心 CPI、服务 CPI 同比呈稳定恢复。未来随着内需改善，物价上升动力将提高。

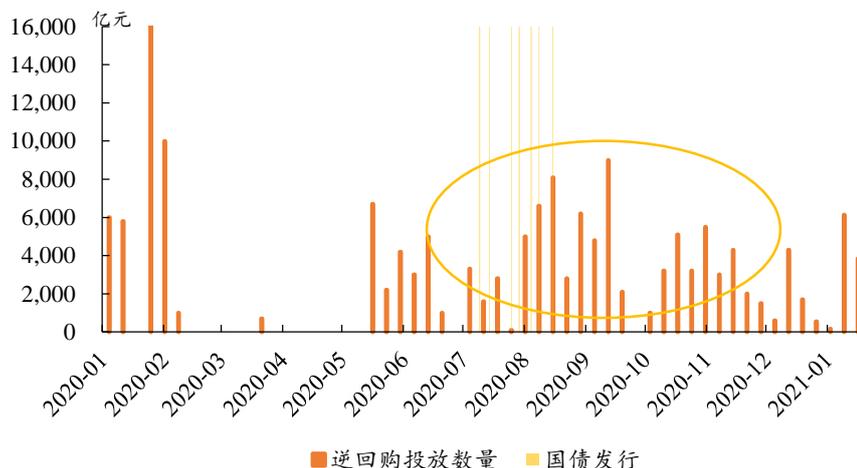
我们判断，2023 全年平均同比约在 0.3% 左右，初步预计 2024 年 CPI 全年平均同比在 1%-2% 之间。近期大宗商品价格有所回调导致 PPI 同环比回落，但未来整体走势大概率仍将延续回升态势，预计 2023 全年 PPI 平均同比约为 -3%，初步预计 2024 年全年平均同比在 0%-1% 之间。中长期看，国内制造业已开始企稳修复，后续中央财政加杠杆空间有望打开，或将提振商品及相关原材料消费需求，提高居民收入增速，带动 CPI、PPI 回升。

## 3、货币&信贷政策：加强与财政协同，把握信贷新规律

下一阶段货币政策展望中，《报告》新增“更加注重做好跨周期和逆周期调节”“充实货币政策工具箱”，强化疏通货币政策传导机制，注重金融支持实体经济的稳定性”。三季度，央行两次调降MLF，释放了逆周期调节的政策信号。本次《报告》并未删去“逆周期”，且强调“加强货币供应总量和结构双重调节”“推动金融机构降低实际贷款利率”，或指向总量政策将稳中偏松，贷款利率继续下调，降准降息可期。

**(1) 货币协同财政，数量工具提供流动性。**在“专栏3”《积极主动加强货币政策与财政政策协同》中，人民银行强调与财政政策的协同发力。主要有两大类：一是通过公开市场操作调节财政收支对流动性的影响。日常财政收支和政府债券集中发行在短期内对银行间流动性的扰动，通常由降准、中期借贷便利、公开市场操作等货币政策配合调节。二是货币与财政结合的“准财政”工具助力稳增长。我们在年度策略报告中判断，2024年财政将更加积极，而货币与财政的协同至关重要，为支持地产“三大工程”，有望使用多种货币政策工具保持流动性充裕。

**图3：国债集中发行对应央行使用逆回购释放流动性**



数据来源：Wind、开源证券研究所

**(2) 结构性货币政策亮点：金融支持民营企业。**《报告》提及《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》、《关于金融支持全面推进乡村振兴 加快建设农业强国的指导意见》两个文件。

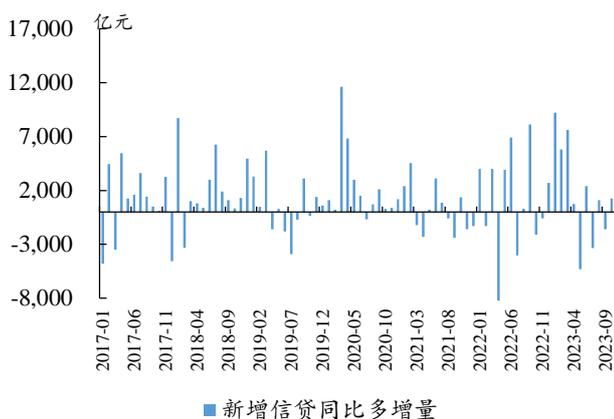
金融助力民营经济25条举措于11月27日发布，强调金融机构要加强对民营企业，尤其是重点领域企业的金融支持力度。扩大信贷和再贷款再贴现投放，拓宽民营融资渠道（如“第二支箭”）、提升融资服务水平等。《报告》在“专栏4”再次强调了这一主题，将加大货币政策对民营小微企业的倾斜。引导金融机构做到一视同仁，制定民营企业年度服务目标、提高服务民营企业相关业务在绩效考核中的权重等。

**(3) 把握信贷新规律，合理看待总量波动。**新增“准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节”，“适度平滑信贷波动”。并表示“要从更长时间的跨周期视角去观察，更为合理把握对‘基本匹配’的理解和认识”。长期看，未来一个时期，信贷增速与经济增速的差值或将保持稳定。短期看，2024年

信贷总量或平稳适度增长，或避免一季度开门红增量过高影响后续投放动力。

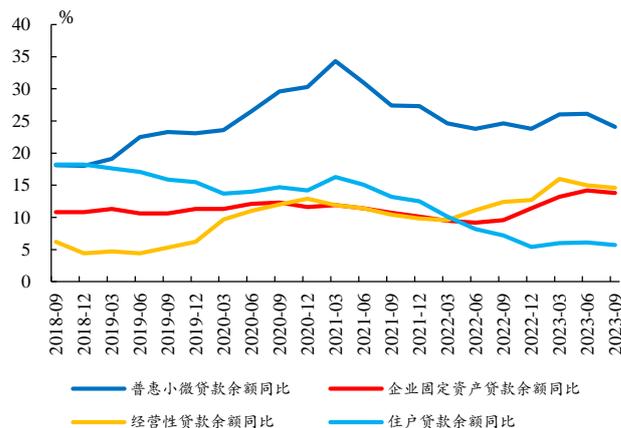
何为货币信贷供需规律和新特点？本次《报告》“专栏2”做出解释，强调了存量贷款盘活的重要性。“专栏2”提出，超200万亿存量贷款也在经济循环中发挥重要作用，要提高存量资金的使用效率，信贷结构需同时做“加减法”。“加法”意味着对于重点领域的信贷支持仍要加强；“减法”意味着地产贷款占比下行、地方融资平台贷款减少、盘活低效基建领域存量信贷、直接融资比例提升对贷款形成一定替代。总体来看，信贷总量的扩张或将有所弱化。

图4：近三年信贷增量波动加大



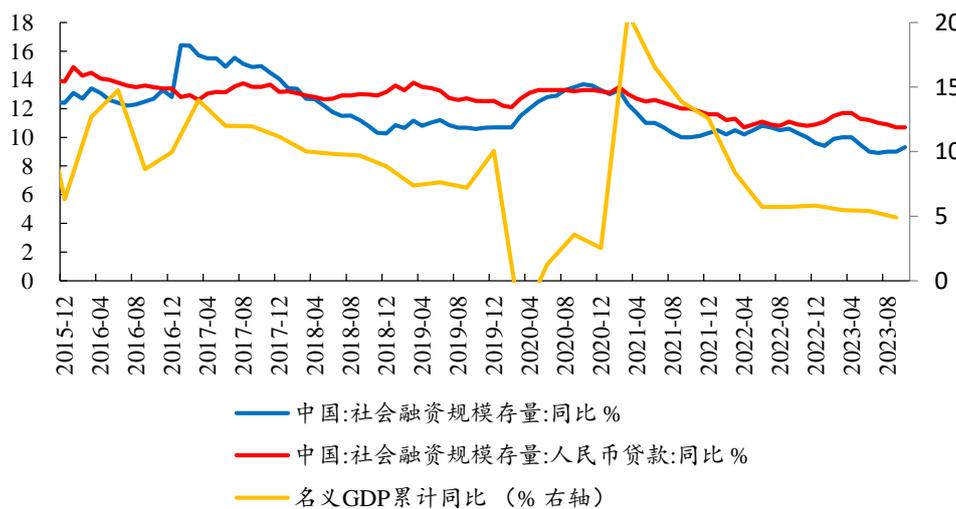
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：贷款结构发生变化，经营贷占比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：近年来信贷与名义经济增速差距增加

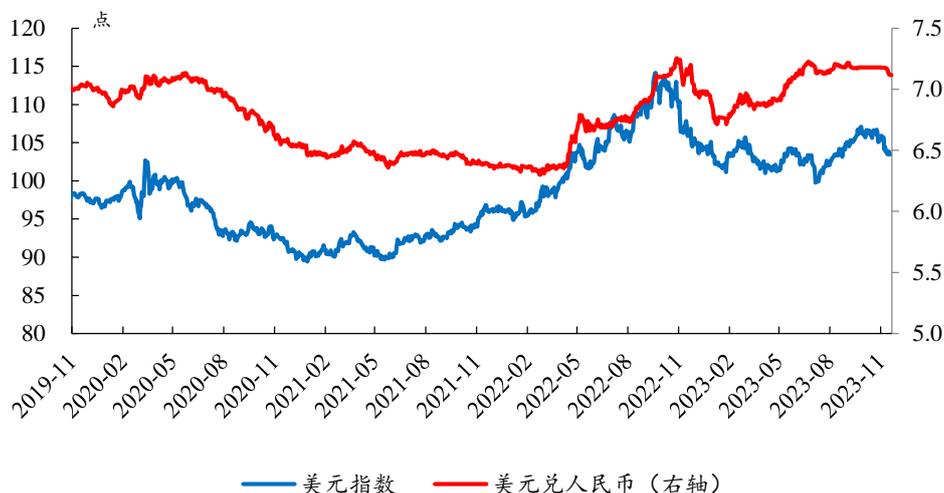


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、汇率：稳汇率强调三个“坚决”

汇率方面将“必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏”表述调整为“坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置”，指向央行对于汇率预期的管理和引导进一步加强。

图7：三季度美元兑人民币汇率走高后企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、房地产&金融风险：支持房企融资；加快“三大工程”建设

地产方面，《报告》继续强调加快建设城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设“三大工程”。融资端拓宽房企融资渠道、保证对房企的信贷投放。强调金融机构要“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷。”支持房地产企业利用“第二支箭”债权融资、通过资本市场股权融资。新增加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式”。此外，报告显示全国119个符合放宽首套房贷利率政策下限条件的城市均已放宽下限，下一步继续推动企业居民融资成本稳中有降，增量、房贷利率有望继续降低。

金融风险方面，央行关注重要银行的监管以及化债，一则加快推动我国全球系统重要性银行建立健全总损失吸收能力，二则统筹协调好金融支持地方融资平台债务风险化解，配合地方政府稳妥化解存量、严格控制增量。未提“推动中小金融机构改革化险”。

## 6、风险提示

经济超预期下行；政策力度不及预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn